

みずほマーケット・トピック(2025 年 3 月 3 日)

ロ・ウ開戦後 3 年間の円相場を振り返る～前編～

ロシア・ウクライナ戦争開戦から丸 3 年が経過した。日本にとってこの開戦は今次円安局面の号砲でもあったとも思い返される。過去 3 年間を振り返ると、円安を駆動したのが必ずしも金利差ではなかったとの思いがやはり抱かれる。確かに、開戦から 1 年間は日米 2 年金利差が 3 倍以上に、10 年金利差でも倍以上に拡大している。これが+20%弱というドル/円相場の急騰に寄与した部分はあったのだろう。しかし、問題はその後だ。23 年以降もドル/円相場は続伸し、今でも大きく修正されていない。23 年から 24 年に関して言えば、2 年金利差は若干縮小し、10 年金利差は横ばいであったが、ドル/円相場は+10%以上も上昇している。さらに、24 年から 25 年にかけては 2 年金利差も 10 年金利差も顕著に縮小しているが、ドル/円相場は 150 円近傍で不変。やはり金利差とドル/円相場の関係は絶対的ではない。過去 3 年間の日本の経済・金融情勢を総括すれば、「利上げの遅延や資源価格の騰勢を背景として金利・需給両面から円売りが強まり、多大なインフレ圧力の輸入が行われ、実質ベースでの成長が滞った」といった印象。

～「平和の配当」抜きに株価は上昇～

2 月 28 日、トランプ米大統領とゼレンスキー・ウクライナ大統領はホワイトハウスで会談した。ウクライナにある石油・ガスを含む資源の共同開発などを盛り込んだ協定に署名するためにゼレンスキー大統領が訪米したものであったが、会談冒頭で激しい口論に至り、協定署名が見送られるという結末に陥った。ゼレンスキー大統領は協定内で安全保障支援の確約が明記されることを求めたものの、米国がこれを譲らなかったという構図である。本件に関しては米国、ウクライナ双方の側に立つ主張があり得るものの、筆者は門外漢ゆえ、踏み込んだ認識の提示は控えたい。

金融市場の視点から言えることは、地政学リスクが残存したという事実を指摘することになる。この一報を受けて同日の米株式市場は値を下げる場面も見られたが、結局、安全資産である米国債への需要が高まる中、米 10 年金利が一時 2 か月半ぶりの低水準となる 4.1%台まで低下し、これが株価を支えるに至っている。平和の進展による「平和の配当」は世界経済の押し上げに寄与するはずだが、これが短期的に叶わない状況にもかかわらず株式市場は悲観していない。

～円安局面が始まったのも 3 年前～

日本にとってロシア・ウクライナ戦争の開戦は今次円安局面の号砲でもあったことが思い返される。開戦直後、地政学リスクの高まりを背景とする供給制約への懸念から資源価格が騰勢を強め、欧米の消費者物価指数(CPI)は+7～+8%という高い伸びが常態化していた(次頁図)。この頃を境として日本の CPI も+2%台が定着し、グローバルインフレの波は到達しつつあったが、当時の黒田体制の日銀では指値オペを駆使しつつ金融緩和路線の堅持が繰り返し謳われた。その際、黒田前総裁が繰り返した「円安は日本経済全体にとってプラス」というフレーズが必要以上に日米金利

差の拡大を招き、円売り・ドル買いの追い風となった側面は否めない。後述するように、それと時を同じくして起きていた需給構造の変化こそ本質的に重要だと筆者は考える立場だが、当時、世界的に見て異質な中央銀行として日銀が悪目立ちしていたことは間違いない。

過去 3 年間の金利・為替・株式の動向をレビューすると、円安を駆動したのが必ずしも金利差ではなかったとの思いがや

はり抱かれる(下表)。確かに、開戦から 1 年間(2022 年 2 月 24 日→2023 年 2 月 24 日)に関して言えば、日米 2 年金利差は 3 倍以上に、10 年金利差でも倍以上に拡大している。これが+20%弱というドル/円相場の急騰に大きく寄与したと考えるのは自然だろう。しかし、問題はその後だ。2023 年以降もドル/円相場は続伸し、今でも大きく修正されことなく高止まりしている。例えば、次の 1 年間(2023 年 2 月 24 日→2024 年 2 月 23 日、※2 月 24 日は土曜日ゆえ 23 日)に関して言えば、2 年金利差は若干縮小し、10 年金利差は横ばいであつたにもかかわらず、ドル/円相場は+10%以上も上昇した。さらに、次の 1 年間(2024 年 2 月 23 日→2025 年 2 月 24 日)では 2 年金利差も 10 年金利差も顕著に縮小しているが、ドル/円相場は 150 円近傍で変わっていない。どう考えても多くの市場参加者が通念として語るほど、金利差とドル/円相場の関係は絶対的ではない。

少なくとも 3 年前に円安局面が始まった時、「米国の利下げが始まるまでの辛抱」と殆どの市場参加者は考えていたのではないか。現状、米国の利下げだけではなく日銀の利上げも始まったが、円安は終わっていない。金利差はある程度の方角感を見定めるうえで重要だが、それだけで過去 3 年間の円相場に起きたことを説明するのは不可能である。

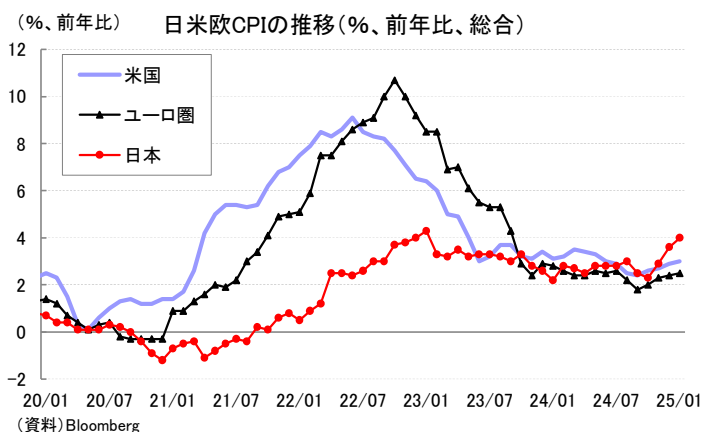
ウクライナ開戦からの市況変動

	日米2年金利差	日米10年金利差	ドル/円相場	日経平均株価	NYダウ平均株価	日本の貿易収支 (年次)
2022/2/24	1.56	1.56	115.61	25,970.82	33,223.83	-21.1
2023/2/24	4.80	3.5	136.39	27,453.48	32,816.92	-9.4
2024/2/23	4.52	3.54	150.51	39,098.68	39,131.53	-6.5
2025/2/24	3.30	2.97	149.41	38,776.94	43,461.21	-

(資料) macrobond

～3 年間ではっきり変わった円の需給環境～

では、何を見るべきなのか。やはりこの 3 年間で需給構造が大きく変化したのは明らかである。貿易サービス収支は 2022 年に約▲21.1 兆円、2023 年に約▲9.4 兆円、2024 年に約▲6.5 兆円と順当に縮小しているが、これらは歴代の赤字額で 1 位、4 位、6 位であり、決して小さな規模ではない(次頁表)。ちなみに貿易サービス収支はパンデミック前の 5 年平均(2015～19 年)では約+1 兆円の黒字、10 年平均(2010～19 年)では約▲2.5 兆円の赤字であった。日米金利差が縮小しても円安が修正されない背景にこのような需給構造の変化があつたというのは筆者の従前からの基本認



識である。ちなみに、この間の円安インフレで日本の一般物価は大きく押し上げられており、名目 GDP は 600 兆円超えが騒がれたが、実質 GDP は殆どゼロ成長でもあった。この点は過去の本欄でも詳述した通りであり、所得測度である実質 GDI はパンデミック前と比較して減少している¹。

ロシア・ウクライナ戦争開戦後 3 年間の日本の経済・金融情勢を総括すれば、「利上げの遅延や資源価格の騰勢を背景として金利・需給両面から円売りが強まり、多大なインフレ圧力の輸入が行われ、実

質ベースでの成長が滞った」といったところではないか。なお、円安とインフレが顕著に進み、景気が停滞する中でも株価は急伸している。これは日本経済の置かれた状況が先進国というよりも、高インフレ・通貨安に悩む新興国に似通ってきていることを予感させる。この点は株価や為替、インフレの動きを国際比較することで見えてくる。明日以降の本欄で別途議論したい。

日本の貿易サービス赤字ワースト10とドル/円相場

	貿易	サービス	貿易サービス	円の対ドル変化率 (前年比)
2022年	-15.5	-5.6	-21.1	-13.9
2014年	-10.5	-3.0	-13.5	-13.7
2013年	-8.8	-3.5	-12.3	-21.4
2023年	-6.5	-2.9	-9.4	-7.6
2012年	-4.3	-3.8	-8.1	-12.8
2024年	-3.9	-2.6	-6.5	-11.5
2011年	-0.3	-2.8	-3.1	5.2
2015年	-0.9	-1.9	-2.8	-0.4
2021年	1.8	-4.2	-2.5	-11.5
2019年	0.2	-1.1	-0.9	1.0

(資料) 日本銀行、Bloomberg、※取得可能な1985年以降を対象

金融市場部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔 (TEL: 03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

¹ みずほマーケット・トピック 2025 年 2 月 17 日号「本邦 10～12 月期 GDP を受けて～鮮明になるインフレ税～」をご参照ください。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2025年2月28日	週末版
2025年2月27日	欧米デカップリングに対するECBの見解
2025年2月25日	ドイツ総選挙レビュー～「壁の内側」では何も変わらず～
2025年2月21日	週末版(不安漂う米国の消費者マインド～追加関税の副作用～)
2025年2月20日	トランプ就任1か月、金利・為替はどう動いたか
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年1月分)
2025年2月18日	円建て輸入物価で読む日銀の「次の一手」
2025年2月17日	本邦10～12月期GDPを受けて～鮮明になるインフレ税～
2025年2月14日	週末版(窮屈になりそうなECBの政策環境～追加関税とユーロ安～)
2025年2月13日	ドイツ総選挙の展望～重いメルケルの「負の遺産」～
2025年2月12日	デジタルに規定されるサービス赤字10兆円時代の足音
2025年2月10日	為替需給から整理する日米首脳会談
2025年2月7日	週末版(円高の背景整理～その持続性を疑う～)
2025年2月5日	関税相場と円相場～日米首脳会談を控えて～
2025年2月4日	「需給ギャップ」は利上げしない理由になるか？
2025年1月31日	週末版(ECB政策理事会を終えて～極めて大きくなる欧米格差～)
2025年1月30日	FOMCを終えて～近づく「利下げの終わり」～
2025年1月28日	一抹の不安を感じる大統領と財務長官の齟齬
2025年1月27日	日銀会合を終えて～円安次第、変わらず～
2025年1月24日	週末版
2025年1月23日	ユーロ安の影響に言及したラガルドECB総裁
2025年1月22日	ワンノッチは解消されたのか～日銀レビュー～
2025年1月21日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年12月分)
	就任演説を受けて～気になる原油価格の今後～
2025年1月17日	週末版
2025年1月15日	「NISA貧乏」もインフレ税の結果
2025年1月14日	サービス収支赤字の長期試算～赤字▲10兆円の常態化か？～
2025年1月10日	週末版
2025年1月9日	円金利上昇でも円安～恐れていた事態～
2025年1月8日	早速、パリティ割れを視野に捉えるユーロ/ドル相場
2025年1月7日	ブラックスワンとしての「ブラザ合意2.0」を考える
2025年1月6日	25年、円相場見通しポイント整理
2024年12月24日	家計金融資産の現在地～進んだ「貯蓄から投資」～
2024年12月20日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～円相場は1月まで持つのか～)
2024年12月19日	FOMCを終えて～やはり高そうな中立金利～
2024年12月18日	ドル覇権への挑戦と第二次トランプ政権
2024年12月16日	スイスフランと円の差を考える～貿易収支の大きな違い～
2024年12月13日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年11月分)
	週末版(ECB政策理事会を終えて～目指すは中立金利以下か？～)
2024年12月11日	本邦大手保険会社の海外企業買収報道を受けて
2024年12月10日	続・円相場の需給環境について～25年ポイント補足～
2024年12月9日	2025年見通しのポイント～金利編その②～
2024年12月6日	週末版(流動化する欧州政治とユーロ相場～内憂外患そのもの～)
2024年12月5日	2025年見通しのポイント～金利編その①～
2024年12月3日	2025年見通しのポイント～需給編その②～
2024年12月2日	2025年見通しのポイント～需給編その①～
2024年11月29日	週末版
2024年11月28日	英国ISAと新NISA、資本逃避を巡る似て非なる悩み
2024年11月27日	目標にすべきではない「実質賃金の上昇」
2024年11月25日	2年ぶりに注目されるユーロ/ドルのパリティ割れ
2024年11月22日	週末版(史上最大の妥結賃金も利下げ路線に影響なし～ユーロ圏7-9月期妥結賃金を受けて～)
2024年11月21日	混迷が極まるドイツの政治・経済情勢
2024年11月19日	ECB政策理事会議事要旨を受けて～12月利下げの読み筋～
2024年11月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年10月分)
	日銀にとって「渡りに船」となる好調な個人消費
2024年11月15日	週末版
2024年11月14日	「家計の円売り」は腰折れたのか？
2024年11月13日	内外物価格差で感じること～欧州を訪れて～
2024年11月12日	トランプ2.0で「仮面の黒字国」が主張すべきこと
2024年11月11日	弱まる「実需の円売り」vs. 強まる「投機の円売り」
2024年11月8日	週末版(ナローパスに嵌まるFRB～「トランプ2.0はインフレ2.0」～)
2024年11月1日	週末版
2024年10月28日	総選挙を終えて～「デフレ脱却」はもう刺さらず～
2024年10月25日	週末版(政治不安とトリプル安～政局不安で「日本売り」なのか？～)
2024年10月23日	アコード修正という物価高対策～最もイージーな一手～
2024年10月22日	投機の円ロングはあと半分～問題はその後～
2024年10月21日	衆院選を受けた金融市場の想定～メインとリスク～
2024年10月18日	週末版(ECB政策理事会を終えて～対照性強まるユーロとドル～)
2024年10月17日	インフレ率「0%超」目標をどう受け止めるか？
2024年10月16日	スルーされた台湾有事～やはりなかった「リスクオフの円買い」～
2024年10月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年9月分)
	不透明過ぎる11月FOMC～1年後が気がかり～
2024年10月11日	週末版
2024年10月10日	世論が望むのは「デフレ脱却」ではなく「インフレ脱却」
2024年10月9日	失速が目立ってきたユーロ圏の経済・金融情勢
2024年10月8日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2024年10月7日	円の基本シナリオに変更の必要は？～雇用統計を受けて～
2024年10月4日	週末版
2024年10月3日	日銀短観(9月調査)と日銀の「次の一手」
2024年10月2日	外貨準備構成通貨の近況について(2024年6月末時点)
2024年10月1日	「石破カラー」は当面お預け～「3年でデフレ脱却」の不安～
2024年9月30日	石破政権が市場にもたらすのは希望か、失望か
2024年9月27日	週末版(145円到達と日銀の「次の一手」～それでも「時間的な余裕はある」～)
2024年9月25日	家計資産の外貨比率は過去最高～避けたい日本版トラスショック～
2024年9月24日	改めて考える日銀10月利上げの難易度
2024年9月20日	週末版
2024年9月19日	FOMCを終えて～思い出される翻代論と今後～
2024年9月18日	自民党総裁選～各候補の立ち位置と変わらぬ前提～
2024年9月17日	円高の背景にある需給改善～金利差に限らず～
2024年9月13日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年8月分)
	週末版(ECB政策理事会を終えて～予定通りも25年以降の不透明感強く～)
2024年9月11日	ECB政策理事会レビュー～問題は2025年以降～